IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 김장원
02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

한솔홀딩스 (004150)

주주가치 제고 노력 가시화

매수 (유지)

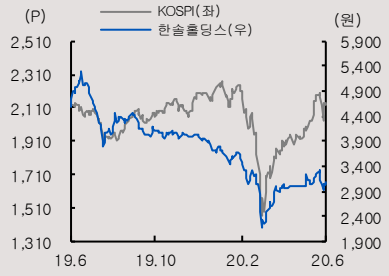
목표주가	4,400원
현재가 (6/19)	3,065원

KOSPI (6/19)	2,141.32pt
시가총액	129십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	5,290원
최저가	2,150원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	9.7%
배당수익률 (2020F)	3.3%
주주구성	
조동길 외 7 인	30.30%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-22%	-34%
절대기준	2%	-24%	-33%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	4,400	4,400	-
EPS(20)	747	140	▲
EPS(21)	692	159	▲

한솔홀딩스 주가추이



주주환원 정책에 이어 신성장동력 고민 중

배당을 할 수 있을 만큼 현금흐름이 발생함에도 재무제표 상 배당가능이익이 마이너스다 보니 2년 연속 배당을 못했으나, 금년 초 주식 액면가액 감소로 배당가능이익이 플러스로 전환되어 내년에는 배당을 할 수 있는 여건이 마련되었다.

제지와 테크닉스가 주력기업이고 사업이라는 점을 부인하는 투자자는 없을 것이다. 사업적 시너지를 극대화하기 위해 골판지 생산업체 태림포장을 인수하려다가 인수가격이 맞지 않아 포기한 적이 있었다. 무리한 M&A는 부담이 크기에 안 하는 것이 맞지만 성장동력이라는 관점에서 아쉬움이 없지 않았다. 신성장동력에 필요성을 인지한 이상 계속해서 고민을 해 온 것으로 알고 있다. 만약 제지를 확장한다면 산업용지여야 할텐데 마땅한 인수 대상이 없어 자체 생산라인을 조정하여 제지 시황에 대응할 것으로 예상하여 이번 신성장 주역은 테크닉스가 될 가능성이 높아 보인다. 확장성과 시너지 측면에서 IT가 좀 더 유리할 것 같다는 생각이다.

요구 조건을 충족하는 실적

배당 재원은 별도 실적에 좌우되는데 2020년 별도 순이익은 지주회사로서 안정적인 수익원과 함께 일회성이익까지 겹쳐 지난해보다 좋을 전망이다. 비록 종속기업의 부진으로 영업이익은 지난해보다 못하겠지만, 지분법적용 대상 계열사의 실적 개선으로 순이익은 증가할 전망이다.

하반기가 되면 무덤덤한 주가도 반응을 보일 것으로 전망

내년에는 배당이 확실시되는 가운데 올해 일회성이익까지 고려하면 자사주 매입도 예상해 볼 수 있을 것 같다. 주목할 만한 이익 수준은 아니지만 더 나빠지지 않을 것 같은 연결 종속기업과 안정적이고 양호한 실적에 성장 기대를 추가할 수 있는 주력 계열사를 감안하면 주가는 하반기로 갈수록 주목받을 가능성이 높아 보인다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	525	530	538
영업이익	25	12	8	10	11
세전이익	7	15	40	36	39
지배주주순이익	-39	25	33	29	31
EPS(원)	-826	536	747	692	749
증가율(%)	-29.0	-164.8	39.5	-7.4	8.4
영업이익률(%)	4.2	2.2	1.5	1.9	2.0
순이익률(%)	-6.8	4.8	6.3	5.7	5.9
ROE(%)	-8.9	6.0	7.7	6.8	6.9
PER	-5.9	7.3	4.1	4.4	4.1
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	8.4	7.0	5.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

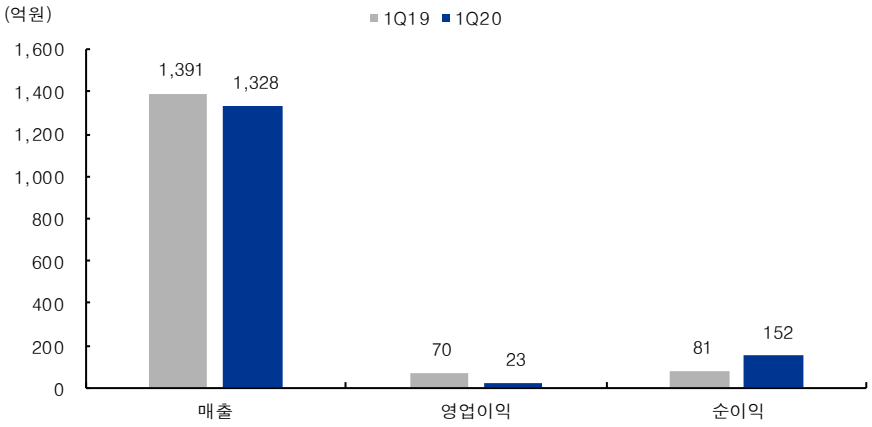
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

실적 분석

2020년 1분기 지주의 연결 매출과 영업이익은 연결대상 종속기업의 부진으로 감소했다. 그렇지만 순이익은 지분법대상 계열사의 실적 개선과 지주의 비업무용 유형자산 처분 덕분에 두배 가까이 늘었다.

연결 대상 종속기업 한솔페이퍼텍, 한솔이엠이, 한솔PNS는 판가하락, 수주잔고 축소, 일회성비용의 여파로 부진했다.

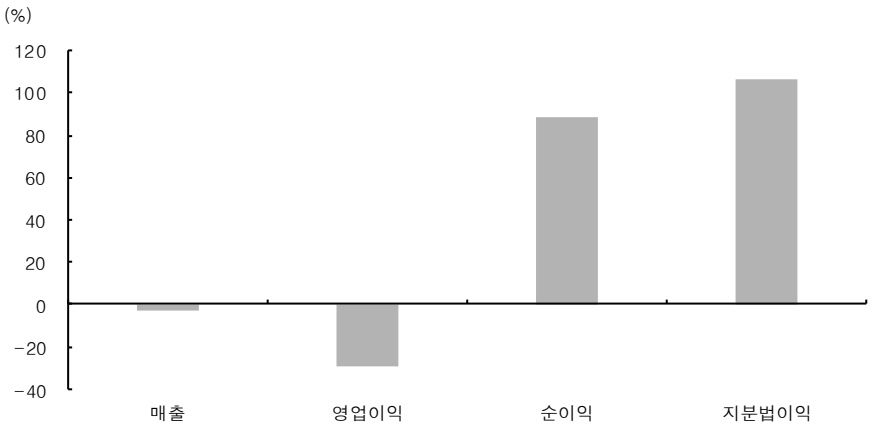
그림 1. 한솔홀딩스 연결 실적



자료: IR 자료, IBK투자증권

일회성 비용이 제거되더라도 2분기이후 연결 종속기업의 실적 개선폭은 제한적일 가능성이 높다. 판가를 반전시킬 모멘텀이 부족하고, 이엠이가 금년 들어 수주가 늘어나고 있지만, 지금까지의 잔고 축소 여파를 단기에 벗어나기 어려울 것으로 예상되기 때문이다. 반면 제지, 테크닉스, 로지스틱스 등 지분법 대상 계열사는 좋은 실적 흐름이 유지될 전망이다. 이에 지주의 연결 순이익 증가폭이 클 것으로 예상된다.

그림 2. 2020년 연간 한솔홀딩스 연결 실적 증감률

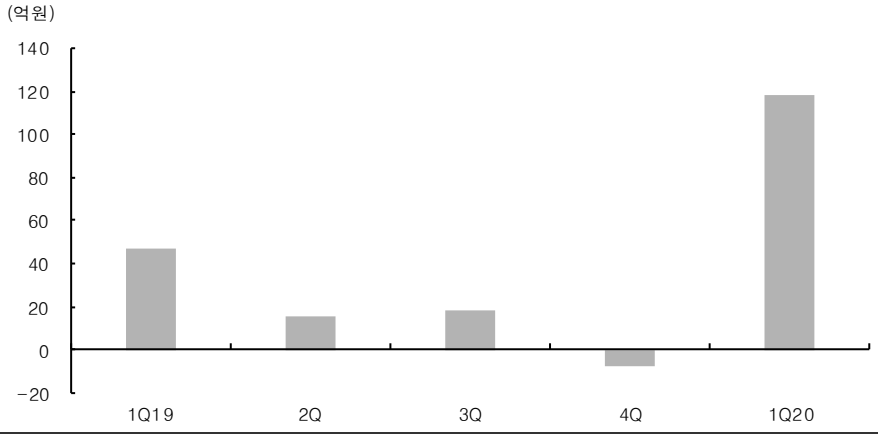


자료: 증감률 기준은 YoY, IBK투자증권

투자 이슈

충분한 배당 재원과 함께 배당을 할 수 있도록 재무제표를 개선했다. 지주의 배당재원은 별도실적에서 나오는데 한솔홀딩스의 별도수익은 브랜드사용료, 배당금 그리고 자문수수료로 구성되어 있고, 연간 배당금이 지급되는 1분기와 중간배당이 있는 3분기가 다른 분기에 비해 규모가 큰데 그럼에도 연간 수익의 65% 이상이 1분기에 발생한다. 금년에는 유형자산처분이익 90억원이 발생하였는데, 이를 제외해도 별도 순이익은 지난해와 유사한 수준이다. 별도기준 배당재원이 있었음에도 그동안 배당가능이익이 없다고 재무제표에 표기가 되어 배당을 하지 못했는데 자본감소를 통해 배당가능이익이 플러스로 전환됨에 따라 내년에는 배당을 할 수 있게 되었다.

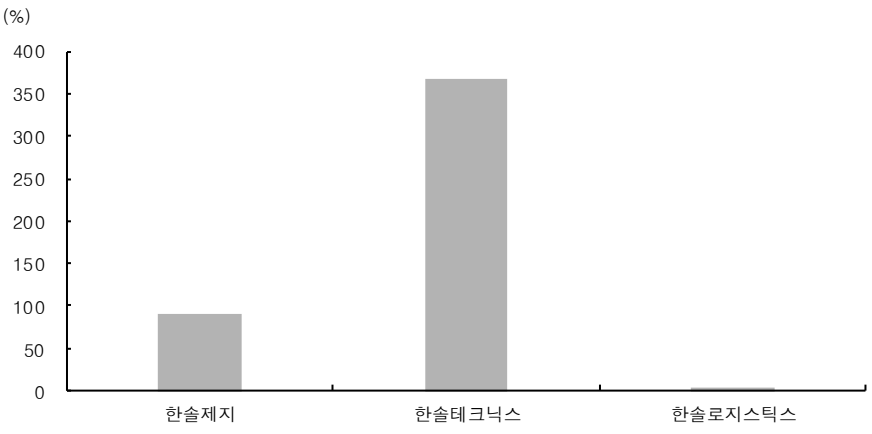
그림 3. 2019~2020년 1분기까지 분기 별도 순이익 흐름



자료: IR 자료, IBK투자증권

1분기 한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스의 순이익은 전년동기대비 119%, 135%, 38% 증가했다. 제품 가격은 다소 비우호적으로 바뀌었지만, 수요가 탄탄하고, 신규 제품의 생산라인 추가와 물동량 증가에 힘입어 양호한 실적 흐름이 유지될 전망이다.

그림 4. 지분법대상기업의 2020년 연간 순이익 증가율



자료: IR 자료, IBK투자증권

Valuation

연결대상 종속기업에 부족한 면이 없지 않으나, 골판지를 생산하는 페이퍼텍은 규모의 경영이 다소 부족함에도 실적이 안정적이며, 지류를 유통하는 한솔PNS는 1분기에 3억원정도의 컨설팅비용이 발생했는데, 신사업 발굴을 위한 투자비용으로 산업용지 중심의 수요 증가로 페이퍼텍과 마찬가지로 실적 흐름이 안정적이다. 이엠이는 1분기 수주 잔고가 지난말대비 250억원이 늘어 계속된 수주 잔고 감소로 의한 우려가 다소 해소될 분위기다.

태림포장 인수를 고려한 적도 있었던 한솔홀딩스는 신성장동력을 발굴하기 위해 M&A, 조인트벤처, 스타트업 등 다양한 방법을 통해 신 사업을 알아보고 있는 중이다. 태림포장 인수를 포기한 이유가 자금 부담 때문으로 향후 추진하게 될 신사업의 재원도 감당할 수 있는 범위내에서 진행할 것으로 예상되어 재무적 부담을 우려할 필요는 없어 보인다. 이런 변수를 고려할 때 계열사 중에서 변화의 주역은 한솔제지와 한솔테크닉스로 우선은 한솔테크닉스가 유력해 보인다.

연간 발생하는 별도기준 현금흐름에서 30~40%를 주주환원에 사용할 계획으로 2019년 비록 배당을 못했지만, 100억원의 잉여현금이 발생해 주주환원 정책을 반영했을 때 주당 70~95원의 배당을 예상할 수 있었다. 2020년은 100억원내외의 현금흐름외에 1분기에 있었던 90억원의 유형자산 처분이익이 발생해 190억원 내외의 배당재원을 확보하게 될 전망인데, 주주환원정책에는 배당금뿐만 아니라 자사주 매입도 포함하고 있어 두 가지 방법이 혼합된 주주환원이 제시될 가능성이 높아졌다.

지주 가치를 산출하는 과정에서 순부채를 지주의 별도와 연결 재무제표 중 어느 것을 선택하냐에 따라 가치가 달라지는데, 연결 종속기업의 가치를 장부가액과 시가총액으로 반영하고 있어 별도기준 순부채를 적용해도 사실 무리가 없어 별도기준 순부채(순현금)를 적용했을 경우 주당 가치가 4,900원이 나오는 반면 연결기준 순부채(순차입금)를 적용하면 4,270원이 산출된다. 보수적으로 판단해 연결기준 순부채를 적용해도 현재 목표주가와 큰 차이가 없고, 종속기업의 가치도 보수적으로 판단했기에 별도 순부채를 적용해도 무리가 없다는 판단으로 현재 제시하고 있는 4,400원을 유지한다.

표 1. Valuation (단위: 억원, 백만주, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치	2,758	관계기업과 종속기업 가치 합산
관계기업	1,939	상장된 주요 계열사 시가총액(제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS)
제지	1,060	시가총액
테크닉스	471	시가총액
종속기업	818	페이퍼텍, 이엠이, HDC리조트 장부가액. HDC리조트 지분율 44.9%
브랜드사용료	130	2018년 연간 수취액 기준
순차입금	103	2020년 1분기 연결 재무제표 기준
주식수	42	보통주에서 자사주 제외
주당가치	4,270	할인율 관계기업 30%, 종속기업 50% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	525	530	538
증가율(%)	-12.3	-10.0	-3.1	1.0	1.5
매출원가	523	481	474	478	484
매출총이익	79	60	50	52	54
매출총이익률 (%)	13.1	11.1	9.5	9.8	10.0
판관비	54	49	42	42	43
판관비율(%)	9.0	9.0	8.0	7.9	8.0
영업이익	25	12	8	10	11
증가율(%)	-1.0	-53.5	-29.0	17.1	9.7
영업이익률(%)	4.2	2.2	1.5	1.9	2.0
순금융손익	-1	-2	2	2	2
이자손익	-4	-4	-3	-4	-3
기타	3	2	5	6	5
기타영업외손익	-26	-7	6	-3	-3
종속/관계기업손익	9	12	25	28	29
세전이익	7	15	40	36	39
법인세	-3	7	7	7	7
법인세율	-42.9	46.7	17.5	19.4	17.9
계속사업이익	9	8	33	30	32
중단사업손익	-51	18	0	0	0
당기순이익	-41	26	33	30	32
증가율(%)	-52.2	-163.4	27.3	-11.2	8.4
당기순이익률 (%)	-6.8	4.8	6.3	5.7	5.9
지배주주당기순이익	-39	25	33	29	31
기타포괄이익	-2	3	2	0	0
총포괄이익	-44	29	35	30	32
EBITDA	45	28	21	23	24
증가율(%)	-13.8	-38.2	-23.7	6.4	4.4
EBITDA마진율(%)	7.5	5.2	4.0	4.3	4.5

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	254	210	210	231	258
현금및현금성자산	64	34	24	44	69
유가증권	10	7	10	10	10
매출채권	113	93	93	94	95
재고자산	14	10	11	11	11
비유동자산	1,094	456	468	472	477
유형자산	766	69	71	74	77
무형자산	10	12	11	11	11
투자자산	300	355	365	365	365
자산총계	1,347	666	678	703	735
유동부채	557	178	190	188	190
매입채무및기타채무	103	101	113	113	116
단기차입금	44	18	37	36	36
유동성장기부채	41	15	0	-1	-2
비유동부채	358	32	49	50	52
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	29	6	22	22	22
부채총계	915	210	239	238	242
지배주주지분	409	434	416	441	469
자본금	232	236	42	42	42
자본잉여금	248	244	244	244	244
자본조정등	-135	-135	7	7	7
기타포괄이익누계액	-1	0	2	2	2
이익잉여금	65	89	121	146	174
비지배주주지분	23	22	23	23	24
자본총계	432	456	439	464	493
비이자부채	801	166	176	176	181
총차입금	114	44	63	62	61
순차입금	40	2	29	9	-18

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-826	536	747	692	749
BPS	8,668	9,195	9,907	10,498	11,160
DPS	0	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-5.9	7.3	4.1	4.4	4.1
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	8.4	7.0	5.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-12.3	-10.0	-3.1	1.0	1.5
EPS증가율	-29.0	-164.8	39.5	-7.4	8.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	3.3	3.3	3.3
ROE	-8.9	6.0	7.7	6.8	6.9
ROA	-2.8	2.6	5.0	4.3	4.5
ROIC	-7.7	9.3	40.4	34.1	35.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.9	46.1	54.4	51.3	49.1
순차입금 비율(%)	9.3	0.4	6.6	1.9	-3.7
이자보상배율(배)	5.0	2.5	2.1	2.3	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	5.3	5.6	5.7	5.7
재고자산회전율	32.0	45.6	48.6	46.7	47.7
총자산회전율	0.4	0.5	0.8	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-4	35	19	12	17
당기순이익	-41	26	33	30	32
비현금성 비용 및 수익	88	17	-15	-13	-15
유형자산감가상각비	17	15	12	12	12
무형자산상각비	3	1	1	1	1
운전자본변동	-51	-5	4	0	4
매출채권등의 감소	13	11	3	-1	-1
재고자산의 감소	4	2	0	0	0
매입채무등의 증가	-18	4	13	0	4
기타 영업현금흐름	0	-3	-3	-5	-4
투자활동 현금흐름	50	-26	-15	-17	-19
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-13	-14	-15	-15
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	-1	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	36	-25	-5	0	0
기타	28	9	5	-1	-2
재무활동 현금흐름	-36	-39	-14	25	27
차입금의 증가(감소)	17	1	21	0	0
자본의 증가	0	0	-194	1	1
기타	-53	-40	159	24	26
기타 및 조정	1	0	0	0	0
현금의 증가	11	-30	-10	20	25
기초현금	53	64	34	24	44
기말현금	64	34	24	44	69

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

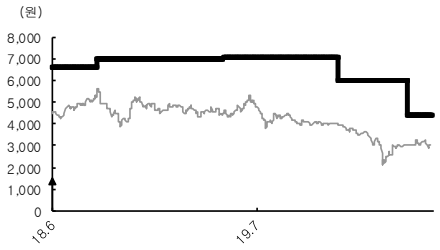
투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	89.9
중립	15	10.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

한솔홀딩스



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2018.05.25	매수	6,587	-27.14	-18.96					
2018.09.13	매수	6,980	-33.69	-19.15					
2019.09.13	1년경과	6,980	-41.45	-35.82					
2019.12.24	매수	6,000	-46.09	-34.17					
2020.05.06	매수	4,400	-29.93	-25.00					
2020.06.22	매수	4,400							